

# POSCO (005490)

## 철강



이현수

02 3770 5718

hyunsoo.yi@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>320,000원 (D)</b>
현재주가 (10/24)	<b>223,000원</b>
상승여력	<b>43%</b>

시가총액	194,427억원
총발행주식수	87,186,835주
60일 평균 거래대금	492억원
60일 평균 거래량	223,709주
52주 고	285,000원
52주 저	203,500원
외인지분율	52.54%
주요주주	국민연금공단 11.72%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.1)	(6.5)	(16.2)
상대	(3.4)	(6.6)	(15.7)
절대(달러환산)	(2.2)	(6.1)	(19.0)

## 3Q19 Review: 쉽지 않은 스프레드 개선

### 3Q19(P): 별도 영업이익 6,625억원, 연결 영업이익 1조 398억원

연결 영업이익, 당사 추정(1조 540억원) 부합 및 Consensus(9,856억원) 상회

1) 별도: 3Q 탄소강ASP는 전분기와 같은 수준을 나타냈다. 내수 판매단가는 저가 수입산 유입에 따른 유통가격 약세에 따라 전분기대비 하락한 것으로 파악되나, 수출 판매단가는 원화약세(2Q 1,167원/달러 → 3Q 1,194원/달러) 영향에 따라 전분기대비 상승한 것으로 관측된다. 탄소강 원재료 투입원가는 전분기대비 톤당 약 +1.6만원 수준 상승했을 것으로 추정되는 바, 스프레드가 악화됐을 것으로 판단된다. 제품 판매량은 일부 생산라인 수리가 2Q에 마무리되며 3Q는 전분기 대비 증가(2Q 875만톤 → 3Q 895만톤)한 것으로 나타났다. 탄소강 스프레드가 다소 큰 폭으로 악화됐음에도 불구하고 영업이익 축소 폭이 상대적으로 작았던 이유는 판매량 확대에 따른 단위당 고정비 감소 효과가 나타났기 때문으로 판단된다.

2) 연결: 계절적 성수기 효과를 누린 에너지 부문을 비롯하여 무역 및 E&C 부문이 모두 기대에 부합하는 성과를 거뒀으나 철강 자회사들은 시장 악화에 그대로 노출되며 예상보다 저조한 실적을 나타냈다.

### 4Q19, 전분기대비 탄소강 스프레드 축소 전망

지난 9월 당사는 POSCO의 4Q 탄소강 ASP가 전분기대비 상승할 것이라 전망한 바 있다. 이는 중국 철강시황 회복을 전제로 전망한 것이었다. 계절적 성수기, 중국 조강생산량 및 재고량 감소, 그리고 원재료 가격 하락사이클 종료 등은 제품가격 상승을 일으킬 것이라 예상했었다. 그러나, 예상과 다르게 국경절 이후 중국 철강시황은 약세가 지속되고 있다. 이에 따라 국내로 유입되는 수입산 철강재 가격 역시 하락할 것으로 판단되고 이는 POSCO 탄소강 ASP에 부정적 영향을 미칠 것으로 사료된다. 4Q 원재료 투입원가가 전분기대비 소폭 하락할 것으로 예상되지만 상대적으로 탄소강 ASP가 크게 하락하며 스프레드 감소가 나타날 것으로 추정된다.

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 320,000원으로 하향

4Q 연결 영업이익 추정치는 기존 전망대비 -24%를, 2019년과 2020년 연결 영업이익 추정치는 각각 -7%, -12% 하향 조정한다. 이에 따라 목표주가는 360,000원에서 320,000원으로 하향한다. 낮아진 실적 추정치에도 불구하고 PBR 0.40x에 미치지 못하는 현 주가는 Valuation에 대한 매력을 지니고 있기에 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 사료된다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	159,882	-2.6	-2.0	164,756	-3.0
영업이익	10,398	-32.1	-2.7	9,856	5.5
세전계속사업이익	8,479	-41.4	-12.6	8,138	4.2
지배순이익	4,282	-58.0	-30.1	5,470	-21.7
영업이익률 (%)	6.5	-2.8 %pt	0	6.0	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	2.7	-3.5 %pt	-1.1 %pt	3.3	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	606,551	649,778	650,725	665,858
영업이익	46,218	55,426	42,351	46,798
지배순이익	27,901	16,906	22,963	26,481
PER	9.4	16.5	8.4	7.3
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.2	4.6	4.2	3.7
ROE	6.5	3.9	5.2	5.7

자료: 유안타증권

[표-1] POSCO 별도기준

(단위: 십억원, 천톤, 천원/톤)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	4Q19E
매출액	30,659	30,752	30,825	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,476	7,736	3.5%	-2.1%	7,724
탄소강	24,615	24,876	24,890	6,239	6,156	6,324	5,896	6,336	6,101	6,186	1.4%	-2.2%	6,253
기타	6,044	5,877	5,935	1,521	1,549	1,581	1,392	1,480	1,375	1,550	12.7%	-2.0%	1,471
판매량	35,589	36,119	36,308	9,294	8,959	8,983	8,353	9,283	8,749	8,952	2.3%	-0.3%	9,135
탄소강	33,588	34,148	34,335	8,784	8,432	8,465	7,907	8,776	8,301	8,419	1.4%	-0.5%	8,652
기타	2,001	1,971	1,973	510	528	518	446	507	448	533	19.0%	2.9%	483
탄소강 ASP(A)	733	728	725	710	730	747	746	722	735	735	0.0%	-1.7%	723
변동폭	42	-4	-4	6	20	17	-1	-24	13	0	-	-	-12
<sup>1)</sup> 원재료 투입가격(B)	237	275	264	239	240	231	238	252	274	290	6.0%	25.5%	283
변동폭	-17	38	-11	6	1	-9	7	14	22	16	-	-	-7
추정 스프레드(A-B)	496	454	461	471	490	516	508	470	461	445	-3.6%	-13.8%	440
변동폭	59	-42	7	1	19	26	-8	-38	-9	-17	-	-	-5
영업이익	3,809	2,819	3,187	1,016	822	1,095	877	832	724	663	-8.5%	-39.5%	600
이익률	12.4%	9.2%	10.3%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.7%	9.7%	8.6%	-1.1%p	-5.3%p	7.8%

자료: 유안타증권, 주 1) 철광석(1.6 톤)+원료탄(0.75 톤) 가정

[표-2] POSCO 별도기준, 주요 원재료 추정 투입액 추이

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
원/달러 환율 (평균)	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,167	1,194	1,180
철광석 구매	62	62	58	60	70	82	89	89
(달러/톤, FOB)								
분광	Index <sup>1)</sup>	57	67	60	56	63	70	87
당분기		67	57	57	63	77	93	92
원료탄 구매	177	153	150	163	158	156	135	120
(달러/톤, FOB)								
강점탄	233	193	189	217	208	206	170	155
Index <sup>1)</sup>		237	196	189	211	208	178	155
당분기		228	190	189	206	203	161	155
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 구매액	232	214	206	217	230	247	244	232
(달러/톤)								
철광석 1.6톤	99	99	94	95	112	131	143	142
원료탄 0.75톤	133	114	113	122	118	117	101	90
숯물 1톤 생산기준, 원재료 추정 투입액 <sup>2)</sup>	239	240	231	238	252	274	290	283
(천원/톤)								
전분기대비 증감	6	1	-9	7	14	22	16	-7
철광석 1.6톤	105	107	106	106	117	139	162	169
전분기대비 증감	-6	2	-1	0	10	22	23	8
원료탄 0.75톤	134	133	125	132	135	135	129	113
전분기대비 증감	12	-1	-8	7	4	-1	-6	-15

자료: 유안타증권 리서치센터

주 1) 철광석 4Q의 경우 6~8월 평균, 강점탄 4Q의 경우 9~11월 평균

주 2) 전분기 구매분 50%, 당분기 구매분 50% 사용 가정

[표-3] POSCO 연결기준

(단위: 십억원)

	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	4Q19E
매출액	64,978	65,072	66,586	15,862	16,083	16,411	16,621	16,014	16,321	15,988	-2.0%	-2.6%	16,749
철강	50,421	50,528	50,791	12,508	12,724	12,992	12,197	12,556	12,509	12,725	1.7%	-2.1%	12,737
(본사)	30,659	30,752	30,825	7,761	7,705	7,906	7,288	7,816	7,476	7,736	3.5%	-2.1%	7,724
(본사 외)	19,762	19,776	19,966	4,747	5,019	5,086	4,909	4,740	5,033	4,989	-0.9%	-1.9%	5,013
무역	38,319	38,173	39,496	9,322	9,507	10,021	9,469	9,371	9,950	9,072	-8.8%	-9.5%	9,780
E&C	7,321	7,457	7,606	1,592	1,825	1,886	2,018	1,638	1,884	1,877	-0.4%	-0.5%	2,058
기타	6,198	5,961	6,628	1,429	1,420	1,466	1,883	1,529	1,412	1,491	5.6%	1.7%	1,529
(연결조정)	37,281	37,045	37,935	8,989	9,391	9,955	8,946	9,081	9,433	9,176	-	-	9,355
영업이익	5,543	4,235	4,680	1,488	1,252	1,531	1,272	1,203	1,069	1,040	-2.7%	-32.1%	924
이익률	8.5%	6.5%	7.0%	9.4%	7.8%	9.3%	7.6%	7.5%	6.5%	6.5%	0.0%p	-2.8%p	5.5%
철강	4,513	3,058	3,537	1,184	1,024	1,295	1,010	893	805	710	-11.8%	-45.2%	650
이익률	8.9%	6.1%	7.0%	9.5%	8.0%	10.0%	8.3%	7.1%	6.4%	5.6%	-0.9%p	-4.4%p	5.1%
(본사)	3,809	2,819	3,187	1,016	822	1,095	877	832	724	663	-8.5%	-39.5%	600
(이익률)	12.4%	9.2%	10.3%	13.1%	10.7%	13.8%	12.0%	10.7%	9.7%	8.6%	-1.1%p	-5.3%p	7.8%
(본사 외)	703	238	350	168	201	200	134	61	81	47	-41.6%	-76.5%	50
(이익률)	3.6%	1.2%	1.8%	3.5%	4.0%	3.9%	2.7%	1.3%	1.6%	0.9%	-0.7%p	-3.0%p	1.0%
무역	491	699	613	160	140	88	103	180	206	161	-21.8%	82.9%	151
이익률	1.3%	1.8%	1.6%	1.7%	1.5%	0.9%	1.1%	1.9%	2.1%	1.8%	-0.3%p	0.9%p	1.5%
E&C	326	263	360	84	86	99	57	25	53	92	71.3%	-7.9%	93
이익률	4.5%	3.5%	4.7%	5.3%	4.7%	5.3%	2.8%	1.5%	2.8%	4.9%	2.0%p	-0.4%p	4.5%
기타	323	330	366	109	67	100	46	109	55	96	74.4%	-4.5%	71
이익률	5.2%	5.5%	5.5%	7.6%	4.7%	6.8%	2.4%	7.1%	3.9%	6.4%	2.5%p	-0.4%p	4.6%
(연결조정)	110	114	196	49	65	51	-56	4	51	18	-	-	41
세전이익	3,563	3,720	4,009	1,483	929	1,446	-296	1,147	970	848	-12.6%	-41.4%	754
이익률	5.5%	5.7%	6.0%	9.3%	5.8%	8.8%	-1.8%	7.2%	5.9%	5.3%	-0.6%p	-3.5%p	4.5%
지배순이익	1,691	2,296	2,648	994	545	1,020	-867	741	612	428	-30.1%	-58.0%	515
이익률	2.6%	3.5%	4.0%	6.3%	3.4%	6.2%	-5.2%	4.6%	3.8%	2.7%	-1.1%p	-3.5%p	3.1%

자료: 유안타증권, 주 1) 연결조정은 차감항목, 주 2) 부문별 영업이익률은 단순합산 기준

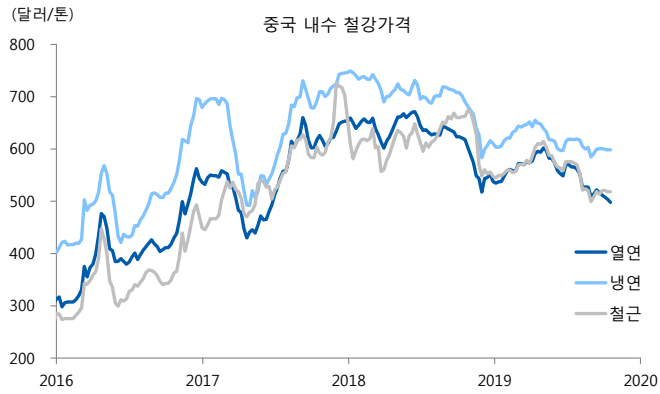
[표-4] POSCO 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
별도 매출액	7,943	30,951	31,656	7,724	30,752	30,825	-2.8%	-0.6%	-2.6%
영업이익	833	3,072	3,555	600	2,819	3,187	-28.0%	-8.2%	-10.3%
OPM	10.5%	9.9%	11.2%	7.8%	9.2%	10.3%	-2.7%p	-0.8%p	-0.9%p
연결 매출액	17,027	65,877	67,695	16,749	65,072	66,586	-1.6%	-1.2%	-1.6%
영업이익	1,221	4,547	5,293	924	4,235	4,680	-24.4%	-6.9%	-11.6%
OPM	7.2%	6.9%	7.8%	5.5%	6.5%	7.0%	-1.7%p	-0.4%p	-0.8%p
지배순이익	743	2,672	3,231	515	2,296	2,648	-30.8%	-14.1%	-18.0%

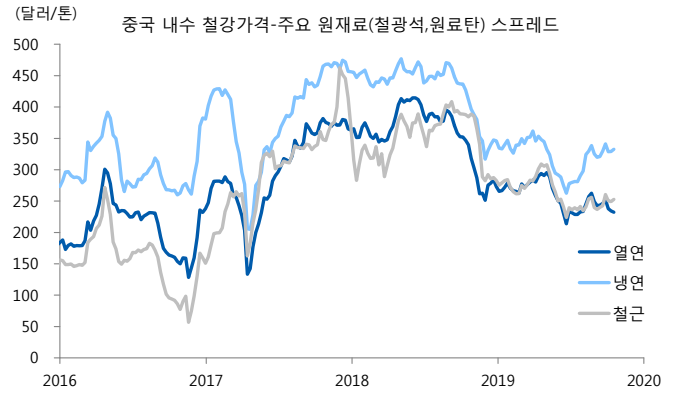
자료: 유안타증권

[그림-1] 중국 주요제품 내수가격



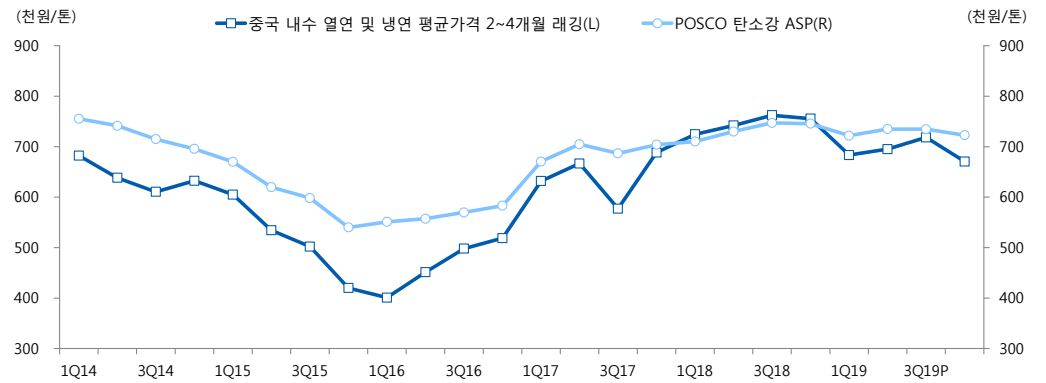
자료: Platts

[그림-2] 중국 주요제품 스프레드(제품가격-주요 원재료가격)



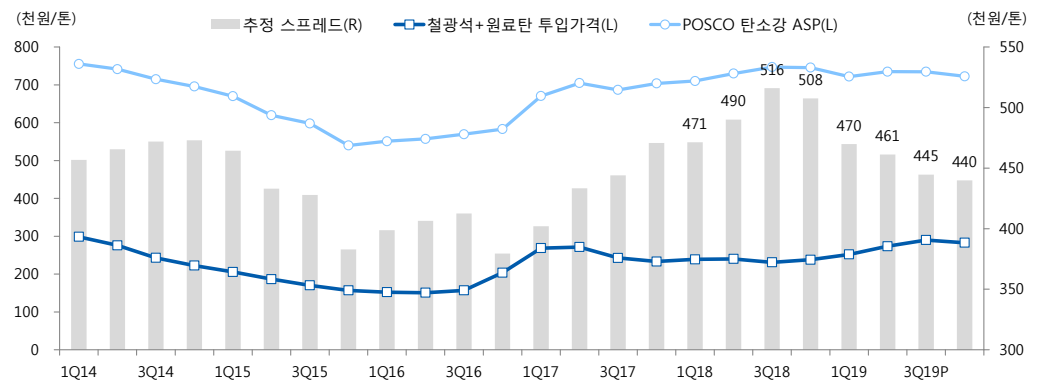
자료: Platts, 주: 주요 원재료(철광석 1.6톤+원료탄 0.75톤 가정)

[그림-3] 중국 HR 및 CR 내수 평균가격과 POSCO 탄소강 ASP



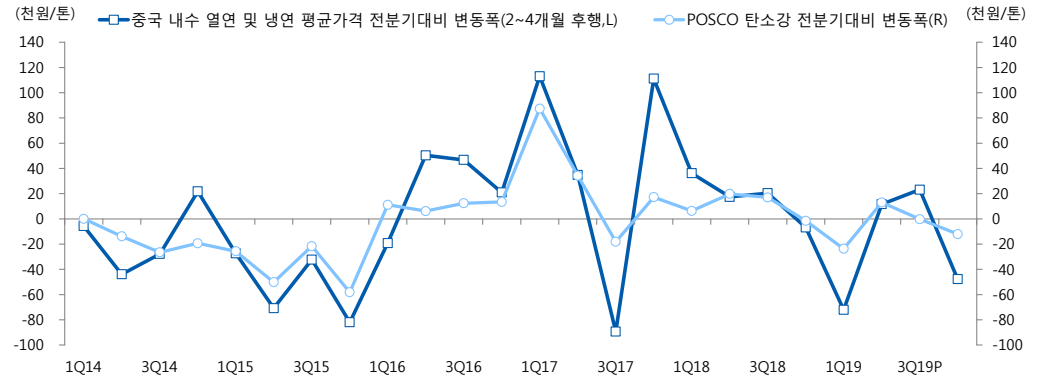
자료: Platts, 유안타증권

[그림-4] POSCO 탄소강 추정 스프레드



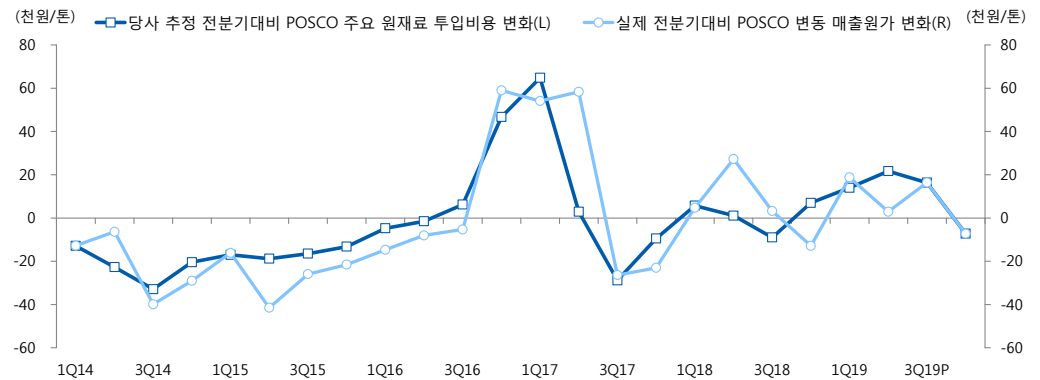
자료: 유안타증권

[그림-5] 중국 내수 열연 및 냉연 평균가격 전분기대비 변동폭과 POSCO 탄소강 전분기대비 변동폭 (분기)



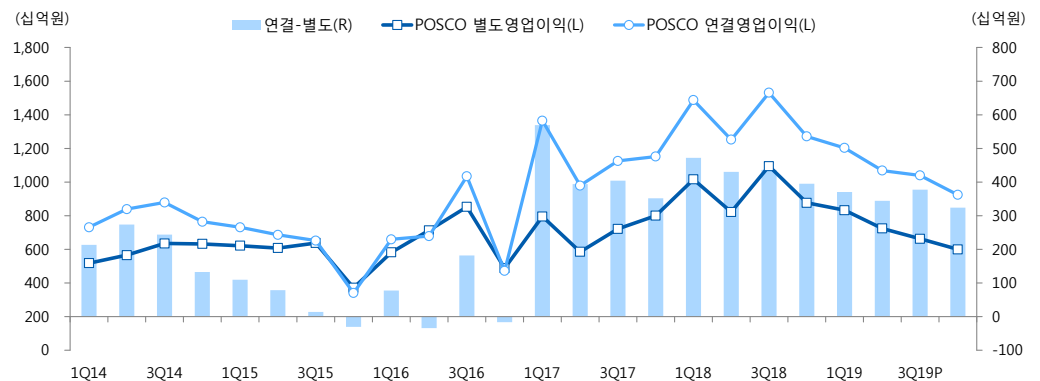
자료: Platts, 유안타증권

[그림-6] POSCO 주요 원재료 투입비용 및 변동 매출원가 변화(전분기대비)



자료: 유안타증권

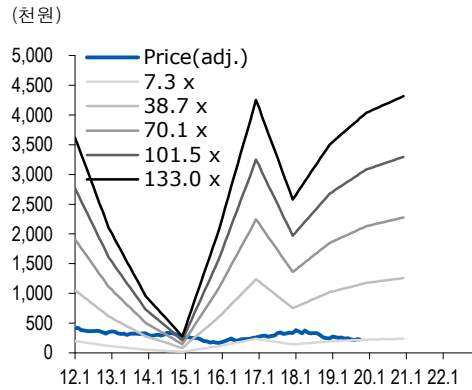
[그림-7] POSCO 연결 영업이익과 별도 영업이익 스프레드



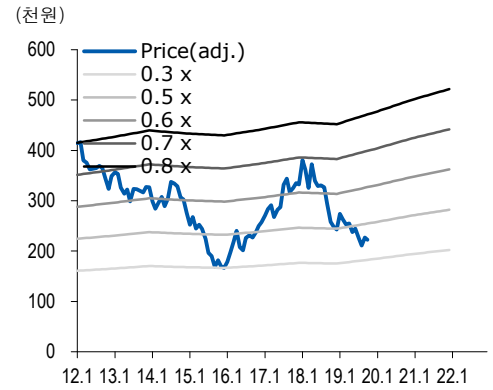
자료: 유안타증권



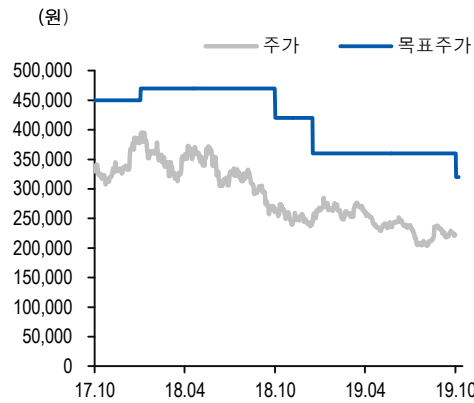
P/E band chart



P/B band chart



POSCO (005490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-25	BUY	320,000	1년		
2019-01-08	BUY	360,000	1년	-32.52	-20.83
2018-10-24	BUY	420,000	1년	-39.79	-34.76
2018-01-25	BUY	470,000	1년	-29.22	-15.96
2017-08-29	BUY	450,000	1년	-25.45	-14.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.